

公司点评

青岛啤酒 (600600)

食品饮料 | 饮料制造

产品结构升级明显，盈利能力持续改善

2021年08月26日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 89-102元

交易数据

当前价格(元)	89.12
52周价格区间(元)	71.84-118.11
总市值(百万)	121602.17
流通市值(百万)	120399.59
总股本(万股)	136447.68
流通股(万股)	135098.28

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
青岛啤酒	12.69	-15.08	-8.99
沪深300	-0.20	-8.13	-7.86

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

杨苑

yangyuan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27984	27760	30721	32528	34104
归母净利(百万元)	1852	2201	2861	3476	4190
每股收益(元)	1.36	1.61	2.10	2.55	3.07
每股净资产(元)	14.05	15.11	16.45	18.08	20.03
P/E	65.66	55.24	42.50	34.99	29.02
P/B	6.34	5.90	5.42	4.93	4.45

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- ▶ **事件:** 公司发布2021年半年报, 2021H1实现营业收入182.91亿元, 同比+16.7%; 归母净利润24.16亿元, 同比+30.2%; 扣非后归母净利润21.58亿元, 同比+33.0%。2021Q2实现营业收入93.63亿元, 同比-0.2%; 归母净利润13.94亿元, 同比+5.7%; 扣非后归母净利润12.48亿元, 同比+7.4%。
- ▶ **中高端产品量增显著, 均价加速提升。** 2021H1实现产品销量476.9万千升, 同比增长8.2%, 主品牌青岛啤酒实现产品销量252.8万千升, 同比增长20.9%, 其中青岛啤酒高档以上产品销量实现同比增长41.4%, 渠道反馈1903、纯生等高端产品动销表现良好。产品均价方面, 2021H1每千升酒营业收入实现同比增长7.8%至3835.4万元/千升。公司以提升产品结构为导向, 将资源聚焦在中高端产品的推广销售上, 上半年中高端产品量增显著, 带动均价持续提升, 高端化逻辑继续得到验证。2021H1海外市场销量同比增长21.3%, 反映海外市场拓展成效较好。Q2单季度公司实现营业收入93.63亿元, 同比-0.2%, 虽受疫情反复、不良天气的影响, 销量同比下滑7.1%, 产品结构持续改善推动均价同比提升7.4%, 环比Q1提速(Q1均价同比+5.6%)。
- ▶ **毛利率改善, 费用率平稳, 盈利能力增强。** 2021H1/2021Q2实现归母净利润24.16/13.94亿元, 同比+30.2%/+5.7%。上半年毛利率同比提升0.26pct至44.40%, 主要源于产品结构优化。**费用端,** 销售费用率与研发费用率基本持平, 财务费用率同比提升0.77%, 财务费用同比增加42.64%, 主要原因是报告期内办理理财产品等债务工具, 其收益主要计入公允价值变动收益所致。净利率同比提升1.23pct至13.6%, 盈利能力持续增强。Q2玻瓶、纸箱等原材料价格上涨压力开始显现, 吨成本同比上行5.9%, 毛利率同比仅微增0.8pct至43.69%。销售费用投放更加注重投放效率, Q2销售费用同比-1.73pct, 管理费用同比提升1.17pct至3.98%, 与股权激励费用计入、去年同期疫情期间社保减免优惠有关, 销售费用率恢复至往年正常水平; 从结果来看, Q2净利率小幅提升0.54%至15.29%。
- ▶ **短期因素扰动销量, 结构优化+提价消化成本压力。** 近期受暴雨天气以及疫情散点暴发影响, 啤酒动销低于此前预期, 我们对公司Q3销量预

期保持谨慎，但随着短期扰动因素消退，后续动销也将逐步恢复正常。**Q2 成本端压力凸显，预计下半年公司将继续通过结构优化+部分产品提价来消化成本上涨压力。**公司近期已通知对山东地区青岛纯生终端售箱价提升 5%左右，预计后续提价将逐渐传导至厂家，同时其他啤酒龙头公司同样表示下半年将有提价动作，预计下半年将迎来行业提价窗口期，成本压力有望缓解。

- **高端化趋势延续，效率持续提升，长期盈利释放空间仍大。**当前啤酒行业高端化进程显著，公司将资源聚焦于中高端产品，中高端产品维持高速增长，推动均价与毛利率提升。同时公司充分发挥青岛啤酒百年民族品牌与产品高质量优势，积极主动开拓市场并健全完善渠道体系，巩固并进一步扩大山东基地市场竞争优势，未来沿海沿江市场盈利能力也有望随着渠道建设深入进行而得到进一步改善。另一方面，公司继续推进产能优化，通过关停整合低效产能实现效率提升，此外 20 年股权激励计划落地，激励范围较广，全面激发企业内生动力。**高端化与降本增效趋势延续，看好公司未来业绩增长空间。**
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 307.2/325.3/341.0 亿元，同比+10.7%/+5.9%/+4.8%；归母净利润分别为 28.6/34.8/41.9 亿元，同比 +30.0%/+21.5%/+20.5%；EPS 分别为 2.10/2.55/3.07 元/股。考虑到公司业绩提升空间可观、稳健增长确定性高，给予 22 年 35-40 倍 PE 估值，对应股价合理区间为 89-102 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；成本大幅上升风险；疫情反复风险。**

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27984	27760	30721	32528	34104	费用率					
减:营业成本	17080	16541	17560	18186	18655	毛利率	0.39	0.40	0.43	0.44	0.45
营业税金及附加	2313	2219	2458	2602	2728	三费/销售收入	0.25	0.24	0.24	0.23	0.22
销售费用	5104	4985	5530	5692	5729	EBIT/销售收入	0.08	0.10	0.12	0.14	0.16
管理费用	1881	1678	1813	1822	1842	销售净利率	0.07	0.08	0.10	0.11	0.13
财务费用	-484	-471	-399	-455	-580	投资回报率					
研发费用	21	21	25	26	27	ROE	0.10	0.11	0.13	0.14	0.15
资产减值损失	-114	-129	-120	-110	-100	ROA	0.06	0.07	0.09	0.10	0.11
公允价值变动损益	57	55	70	50	55	ROIC	0.13	0.25	0.59	0.94	1.56
其他收益	687	537	500	490	470	增长率					
营业利润	2698	3250	4186	5085	6127	销售收入增长率	0.05	-0.01	0.11	0.06	0.05
加:营业外收支净额	29	-11	25	30	40	EBIT 增长率	0.19	0.23	0.38	0.22	0.20
利润总额	2727	3240	4211	5115	6167	EBITDA 增长率	0.11	0.16	0.40	0.17	0.15
减:所得税	798	913	1186	1441	1737	净利润增长率	0.24	0.21	0.30	0.21	0.21
净利润	1929	2327	3025	3674	4430	总资产增长率	0.09	0.11	0.01	0.07	0.08
减:少数股东损益	77	126	163	198	239	股东权益增长率	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
归母净利润	1852	2201	2861	3476	4190	营运资本增长率	-0.20	-0.27	0.33	-0.06	-0.05
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	15302	18467	21048	24624	28722	资产负债率	0.47	0.49	0.32	0.31	0.30
应收和预付款项	430	439	487	516	541	投资资本/总资产	0.17	0.11	0.08	0.06	0.03
存货	3182	3281	3642	3856	4043	带息债务/总负债	0.02	0.03	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	2088	2441	2441	2441	2441	流动比率	1.57	1.59	2.13	2.30	2.49
长期股权投资	377	374	374	374	374	速动比率	1.29	1.34	1.81	1.97	2.17
投资性房地产	37	27	20	13	5	股利支付率	0.35	0.34	0.36	0.36	0.36
固定资产	10400	10641	10303	9798	9133	收益留存率	0.65	0.66	0.64	0.64	0.64
无形资产	3866	3811	3654	3498	3342	营运能力					
其他非流动资产	1631	2032	101	58	58	总资产周转率	0.75	0.67	0.73	0.72	0.70
资产总计	37312	41514	42071	45178	48659	固定资产周转率	2.74	2.69	2.98	3.32	3.73
短期借款	271	703	0	0	0	应收账款周转率	123.73	221.80	221.14	221.14	221.13
应付和预收款项	10635	11394	12647	13391	14040	存货周转率	5.37	5.04	4.82	4.72	4.61
长期借款	0	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	6492	8049	758	758	758	EPS	1.36	1.61	2.10	2.55	3.07
负债合计	17399	20146	13405	14149	14798	BPS	14.05	15.11	16.45	18.08	20.03
股本	1351	1364	1364	1364	1364	PE	65.66	55.24	42.50	34.99	29.02
资本公积	3444	3396	3396	3396	3396	PEG	3	2	N/A	N/A	N/A
留存收益	14376	15862	17687	19904	22576	PB	6.34	5.90	5.42	4.93	4.45
母公司股东权益	19172	20622	22447	24664	27336	PS	4.35	4.38	3.96	3.74	3.57
少数股东权益	742	746	909	1108	1347	PCF	30.28	24.55	24.68	23.10	20.79
权益合计	19913	21368	23356	25771	28683	EBIT	2243	2769	3812	4659	5587
负债和权益合计	37312	41514	36761	39920	43481	EV/EBIT	47.88	38.09	26.92	21.34	17.13
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	31.98	27.10	18.81	15.61	13.08
经营性现金净流量	4017	4953	4926	5264	5848	EV/NOPLAT	108.37	68.35	38.73	30.36	24.36
投资性现金净流量	-348	-1488	-1032	-943	-832	EV/IC	17.44	23.48	29.39	39.59	64.57
筹资性现金净流量	-769	-356	-1314	-745	-918	ROIC-WACC	0.13	0.25	0.59	0.94	1.56

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438